

Operaciones de reestructuración en la empresa. Algunos aspectos prácticos

FRANCISCO J. LÓPEZ LUBIAN
IE Business School

Fecha recepción: 7/04/2012

Fecha aceptación: 12/07/2012

RESUMEN

En los últimos años la continuidad de muchas empresas ha pasado por la negociación de procesos de reestructuración, tarea a la que han dedicado buena parte de su tiempo la alta dirección. Al hablar de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda cuando, en la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo una reestructuración de los activos.

Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a corto plazo y conseguir unos flujos de caja libre (FCL) que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes.

PALABRAS CLAVE

Reestructuración financiera, Reestructuración Operativa, Viabilidad Económica, Rentabilidad Económica, Negociación.

ABSTRACT

In the last years, the continuity of several companies had required a negotiated restructuring process, a task that implied an important

dedication of top management's time. Any restructuring process should not be only focused on the debt, since before getting an agreement on debt's refinancing, the company needs to have a realistic operational restructuring on the assets.

An operational restructuring focuses on short term economic feasibility of the company, and in getting additional Free Cash Flows (FCF) to insure company's long term survival. Financial restructuring affects to several agents, like financial and commercial creditors, company's shareholders, employees and customers, and tax authorities. Any restructuring plan needs to find out a balance of the sacrifices asked to the different agents involved in the process.

KEYWORDS

Operational restructuring, Financial restructuring, Economic feasibility, Economic Profitability, Negotiation.

1. Introducción

Durante los últimos años, y como consecuencia de la crisis iniciada en 2007, la continuidad de muchas empresas ha pasado por la negociación de procesos de reestructuración, tarea a la que han dedicado buena parte de su tiempo la alta dirección. Ciertamente, empresas de sectores muy diversos han sobrevivido –o no– gracias a su capacidad de reestructurar su activo y refinanciar totalmente su deuda.

Y este es un primer punto importante, ya que cuando se habla de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda, cuando en la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo una reestructuración de los activos.

2. Los aspectos operativos y financieros en una empresa⁴

En efecto, resulta muy conveniente distinguir entre los aspectos operativos y los aspectos financieros que existen en cualquier actividad empre-

4. En este apartado se recogen algunas ideas desarrolladas en mi libro «Cómo gestionar los riesgos corporativos» Wolters Kluwer, Madrid, 2010.

sarial. Los primeros incluyen todas las políticas operativas – a corto, medio y largo plazo– que se resumen en los flujos de caja libre (FCL), mientras que los aspectos financieros se refieren a las políticas asociadas a una correcta gestión de los pasivos netos: estructura de capital y políticas de endeudamiento y apropiada remuneración al capital.

En términos de la información financiera-contable, esta distinción entre aspectos operativos y financieros puede expresarse de la siguiente forma:

1. Aspectos Operativos

A corto plazo: Cuenta de Explotación Operativa

Incluyen decisiones sobre políticas de precios, costes, gastos, logística, producción, etc.

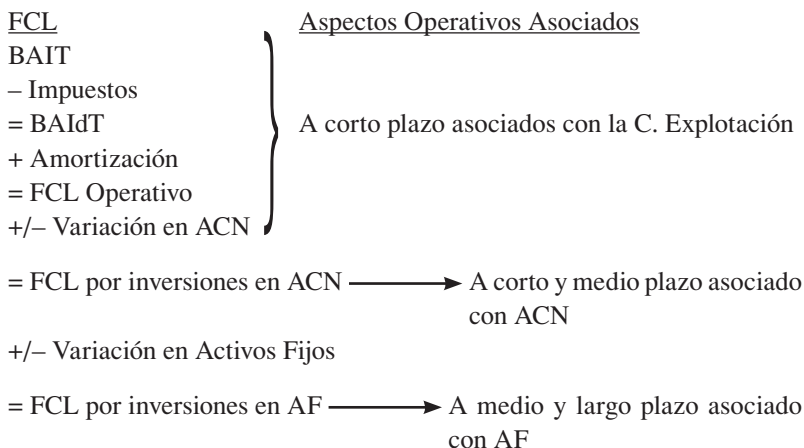
A corto y medio plazo: Activos Corrientes Netos (ACN)⁵

Incluyen decisiones sobre políticas de cobros, pagos, inventarios, cash management.

A medio y largo plazo: Activos Fijos Netos

Incluyen decisiones sobre inversiones y desinversiones en activos fijos.

Resulta evidente que, bajo esta perspectiva, el FCL es un excelente resumen de la generación de liquidez asociada a los aspectos operativos de una empresa no financiera. En efecto:



De tal forma que el FCL total puede descomponerse en los tres componentes arriba citados:

5. Definidos como Activos corrientes operativos – Pasivos corrientes operativos.

+	FCL Operativo
+	FCL por inversiones en ACN
+	FCL por inversiones en AF
<hr/>	
=	FCL Total

Es evidente que para entender cómo se genera de manera sostenible un FCL positivo en una empresa no financiera, hay que entender cómo la aplicación de las diversas políticas operativas contribuye a la sostenibilidad de los componentes del FCL. Es decir, no se trata sólo de generar un FCL positivo, sino de conocer de dónde proviene.

A modo de ejemplo, consideremos las tres siguientes situaciones:

	<u>Situación 1</u>	<u>Situación 2</u>	<u>Situación 3</u>
FCL Oper	+400	0	-100
FCL ACN	-100	-50	+150
FCL Inv AF	-100	+250	+150
FCL Total	+200	+200	+200

Aunque en las tres situaciones se genera un FCL positivo de 200, al analizar cómo se genera en cada una de las situaciones parece claro que es más sostenible el que proviene de la situación 1 que el de las restantes. ¿Por qué? Porque el principal componente del FCL total se deriva de los aspectos operativos de la empresa, en contraste con la situación 2, donde hay un FCL de 200 porque se ha generado caja a través de desinversiones en activos fijos.

2. Aspectos Financieros

Incluyen todas las decisiones que afectan a cómo financiar las necesidades operativas: estructura de capital, políticas de endeudamiento y política de relaciones con los accionistas. En términos de análisis de valor económico, estos aspectos financieros estarían incluidos en los diversos componentes del coste medio ponderado de capital:

- 1) estructura de capital (ratio deuda/recursos propios)
- 2) coste de la deuda
- 3) coste de los recursos propios

Esta separación entre aspectos operativos y financieros es un enfoque que tiene muchas ventajas a la hora de analizar una empresa no financiera

bajo la perspectiva del valor económico. Adicionalmente, permite una primera clasificación general de los diversos riesgos existentes, separando el riesgo operativo (conjunto de riesgos relacionados con los aspectos operativos) del riesgo financiero (los asociados a los aspectos financieros).

3. ¿Cuándo es necesaria una reestructuración financiera?

Una empresa necesita afrontar una reestructuración financiera cuando se encuentra en una situación de imposibilidad de incumplimiento del plan de pagos de la deuda. Es decir, cuando los FCL son inferiores a los pagos de la deuda (principal e intereses).

La necesidad de reestructurar la totalidad de la deuda de una empresa surge en la mayoría de las ocasiones con motivo de las dos siguientes situaciones:

- a) Graves tensiones de liquidez como consecuencia de una disminución significativa de los ingresos y/o un incremento sustancial en los costes, lo que pone en duda la capacidad de la empresa de hacer frente a sus compromisos operativos y financieros a corto plazo;
- b) Severa caída del valor de mercado de activos estratégicos de la empresa, con el consiguiente deterioro del colateral cuando se han producido financiaciones específicas de activos.

Se inicia entonces un proceso de reestructuración de la deuda en el que se trata de lograr un acuerdo privado sobre los futuros términos y condiciones de la deuda con el objetivo de hacer viable la empresa cuando ya existe una situación actual o inminente de insuficiencia financiera. En un sentido más amplio, se trata de acordar cómo se reparte el flujo de caja de la compañía entre los distintos proveedores de capital y otros acreedores para evitar una quiebra y/o liquidación en exceso gravosa para los distintos agentes económicos y sociales afectados.

De esta afirmación se deducen una serie de características que conviene comentar:

- 1) En un proceso de reestructuración se trata de llegar a un acuerdo privado, que evite un procedimiento judicial. El acuerdo también es posible en el marco de la correspondiente legislación concursal, aunque entonces bajo tutela judicial y sometido a reglas con frecuencia más rígidas (convenio de acreedores).

- 2) Es un acuerdo sobre refinanciación en situación de incumplimiento del plan de pagos (*distress*), a diferencia de una refinanciación simple donde no existe esta tensión financiera.
- 3) Es un proceso que tiene como objetivo la viabilidad y continuidad de la empresa.
- 4) Solo tiene sentido si el valor de la empresa después de la reestructuración financiera es mayor que el valor de la empresa en liquidación.
- 5) Se supone que se han implementado previamente unas ciertas medidas de reestructuración operativa que han resultado insuficientes para generar el flujo de caja necesario para evitar la situación de *distress*.

4. Operaciones de reestructuración operativa

Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a corto plazo y conseguir unos flujos de caja libre (FCL) que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. Con base en estos FCL después de la reestructuración, se diseña la reestructuración financiera y se determina si el valor de la empresa después de la reestructuración es mayor que el valor de liquidación ahora.

¿Cómo incrementar los flujos de caja libre de una empresa de manera sostenible? Ciertamente no centrándose exclusivamente en el corto plazo.

Con frecuencia se asocia una reestructuración operativa a un conjunto de acciones centradas exclusivamente en la mejora de la Cuenta de Explotación, más concretamente en la disminución de gastos y costes que acaban centrándose en los relacionados con los trabajadores (reducción de plantillas, de salarios, etc.). Reducir una reestructuración operativa a una reestructuración de personal es una simplificación que no suele producir efectos permanentes.

En efecto, una reestructuración operativa debe abarcar, o al menos tener en cuenta, todos los aspectos operativos que ya se han señalado: a corto, medio y largo plazo. Se trata de generar más flujo de caja sostenible no sólo a través de la Cuenta de Explotación, sino también de una mejor gestión de los Activos Netos (Circulantes y Fijos).

Estamos hablando de acciones relacionadas con políticas de precios, mejoras en costes, en gastos, logística, productividad, etc. Pero también de revisión y mejora en políticas de cobros, pagos, inventarios y cash management, sin olvidar las necesarias inversiones y desinversiones en activos fijos.

En el mundo empresarial existen innumerables ejemplos de operaciones de reestructuración operativa que se han concretado en la identificación de un problema de liquidez, analizar de dónde viene y plantear las posibles soluciones que existen para superarlo.

La liquidez de una empresa puede provenir de cuatro fuentes principales:

- a) Liquidez generada a través de los aspectos operativos relacionados con la Cuenta de Explotación. Nos referimos a la liquidez que se genera (o se pierde) como consecuencia de la aplicación de todas las políticas operativas a corto plazo de la empresa y que se reflejan en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias: política de precios, de márgenes, de control de costes y gastos operativos, de retribución salarial, etc. La denominaremos liquidez operativa.
- b) Liquidez generada (positiva o negativa) a través de los aspectos operativos relacionados con la gestión del fondo de maniobra operativo de la empresa. Se incluyen aquí las políticas de cobro a clientes, condiciones de pago a proveedores, gestión de los inventarios, posiciones de tesorería operativa, etc. La denominaremos liquidez del fondo de maniobra operativo.
- c) Liquidez generada por la implantación de la política de inversiones de la empresa en activos fijos, que puede ser positiva a través de una política de desinversiones. La llamaremos liquidez de inversiones a largo.
- d) Liquidez generada a través de la política de retribución al capital de la empresa, así como por la política de financiación con recursos propios. La llamaremos liquidez de los recursos propios.

La suma de estos cuatro componentes de la liquidez de una empresa genera el llamado Flujo de Caja Neto, que necesariamente es igual (con distinto signo) a la variación en el endeudamiento de la empresa. El Cuadro 1 resume el estado de liquidez de una empresa durante un determinado período temporal.

Cuadro 1. El análisis de la liquidez en AFM, Corporation. Año: 2010. Cifras en millones de euros

Beneficio Neto	60
Amortización	35
Liquidez Operativa	95
Variación en FM Operativa:	
Caja operativa	-1
Clientes	-50
Inventarios	-24
Proveedores	35
Acreedores	25
Total Liquidez FM Operativo	-15
Total Liquidez a corto	80
Liquidez Inversiones a largo	-50
Liquidez Recursos Propios	-10
Total liquidez a largo	-60
Flujo de Caja Neto	20
Variación en deuda	-20

Figura 1: El análisis de la liquidez en AFM. (Fuente: Algunos comentarios sobre procesos de reestructuración financiera. Revista Harvard Deusto Finanzas Contabilidad. Diciembre 2010. Pág. 17).

Al analizar la liquidez bajo esta perspectiva, podemos derivar los siguientes puntos:

1. La amortización o reducción de deuda solamente se consigue generando un Flujo de Caja Neto (FCN) positivo. En el caso de AFM, la empresa redujo en 20 millones la deuda porque generó un FCN de 20 millones.

2. Una empresa en una situación permanente de FCN negativo es insostenible.
3. La liquidez total a corto generada por una empresa es la suma de la liquidez operativa y la liquidez del fondo de maniobra operativo, mientras que la liquidez a largo es la suma de los componentes de liquidez por inversiones y recursos propios. En el caso de AFM, la empresa generó 80 millones a corto, y destinó 60 millones a financiar políticas a largo.
4. Entender si el problema se genera por carencias de liquidez a corto o a largo, recurrentes o no, es clave para entender el problema de liquidez en una empresa. En efecto, los problemas a corto precisan soluciones distintas de los problemas a largo. Los primeros suelen ser recurrentes, mientras que los segundos pueden ser temporales o asociados a fases concretas. Los primeros necesitarían de financiación a corto, mientras que los segundos deberían ser financiados con recursos de deuda a largo.
5. En consecuencia, no se trata sólo de generar FCN positivo, sino de analizar su sostenibilidad en el tiempo. En este sentido, la situación de AFM sería muy distinta si los mismos 20 millones de euros de FCN se generaran a través de desinversiones, en lugar de liquidez operativa.
6. En una situación irreal de permanente autofinanciación de una empresa, la liquidez generada a corto sería la cantidad empleada en financiar las políticas a largo de la empresa: inversiones y retribución al capital. El FCN sería nulo.

Identificado el problema de liquidez que hace precisa una eventual reestructuración y refinanciación de la empresa, es preciso elaborar un plan financiero, tanto a corto como a medio y largo plazo, en el que se incluyan las medidas operativas que se implantarán para mejorar la liquidez operativa a corto, medio y largo plazo, y los recursos asociados que se precisan para hacer viable la empresa.

5. Operaciones de reestructuración financiera

A diferencia de un proceso de refinanciación ordinario, donde la compañía afronta una negociación bilateral con entidades financieras en un contexto en que probablemente existen varias alternativas, una reestructuración implica involucrar a multitud de agentes sociales y económicos en

una situación de pocas alternativas y gran presión de tiempo. Por ello, la reestructuración financiera alcanza a todos los ámbitos de la compañía con un profundo impacto en su futuro y viabilidad, y tal como se ha dicho con anterioridad, se debate la propia supervivencia de la misma.

La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes y cuando fracasa, con frecuencia termina en una costosa liquidación con severas pérdidas para todos los afectados.

Es fácil imaginar la enorme dificultad técnica y operativa de un proceso de este tipo, no solo por el gran número de implicados sino también, por el obvio conflicto de intereses que destaca.

¿En qué acuerdos suele concretarse toda esta serie de negociaciones que forma parte de una reestructuración de deuda? Básicamente podemos hablar de cuatro:

- 1) Nueva programación temporal del plan de vencimientos de la deuda, tipologías de la misma (prelación y garantías) y renegociación del coste de la misma. Ésta medida es típica cuando se da una situación de disminución más o menos temporal de los ingresos de la empresa, que aún se considera viable.
- 2) Conversión de deuda en capital (capitalización) y retribución del capital (política o restricciones de dividendos). Se utiliza cuando existe un exceso de deuda, no solventable a largo plazo pero la compañía tiene un valor mayor en funcionamiento que en liquidación.
- 3) Spin off (change of recourse) Ejemplo: separación de la «empresa mala». Utilizado en situaciones parecidas a las mencionadas en 2) aunque con intención de vender o atraer a nuevos inversores a la «empresa buena».
- 4) Plan de negocio en el que se detallan entre otros asuntos los costes operativos y la política de inversiones. Puede incluir nuevas líneas de liquidez para afrontar el corto y medio plazo (dinero nuevo) que por lo general obtendrá una super preferencia (super seniority).

Un proceso de reestructuración de deuda es un proceso de negociación. Como en toda negociación conviene entender los intereses de las partes implicadas, sus potenciales conflictos, los puntos fuertes y débiles de los concurrentes, su poder negociador, etc.

En efecto, las principales partes implicadas en una reestructuración de la deuda son tres: las entidades financieras, el equipo directivo y los accionistas. Los intereses de estas partes son distintos, ya que las entidades financieras estarán preocupadas fundamentalmente por la viabilidad de la empresa y el repago de su deuda, mientras que al equipo directivo le interesa prioritariamente la continuidad de la empresa y de sus puestos de trabajo, y a los accionistas, el crecimiento y los planes de futuro. El Cuadro 2 resume esta situación.

Cuadro 2. Conflicto de intereses entre las partes

Participante	Intereses	Conflicto con
Entidades financieras	Viabilidad Repago deuda Reducción riesgo crediticio	Visión a largo Continuidad, accionistas, acreedores comerciales
Accionistas	Crecimiento Equity story Futuro de la empresa	Visión a corto Riesgo crediticio, acreedores financieros. Hacienda
Equipo directivo	Continuidad Mantenimiento puesto trabajo	Viabilidad a corto Rentabilidad (accionistas) Acreedores financieros

Figura 2: Conflicto de intereses entre las partes. (Fuente: Procesos de reestructuración financiera. Revista Estrategia Financiera. N.º 291. Febrero 2012. Pág. 29).

En este sentido, uno de los puntos de discusión más importantes es acordar un plan de futuro realista, en el que la generación de un flujo de caja libre suficiente para asegurar la viabilidad a corto no ponga en peligro el futuro de la empresa a medio y largo plazo, con limitaciones en planes de inversión que serían necesarios para asegurar la continuidad del negocio.

En definitiva, se trata de entender y llegar a acuerdos sobre cómo la empresa puede generar liquidez, tanto cuantitativa como cualitativamente. Más concretamente:

- ¿Cuál es la composición del flujo de caja libre?
- ¿Cuál es su cuantía?
- ¿Es sostenible en el tiempo?
- ¿A dónde se destina ese flujo de caja libre?
- ¿A qué se renuncia para generar esa liquidez?

Conviene no olvidar que un plan de futuro realista debe tener en cuenta el poder negociador de las partes implicadas. Tanto directa como indirectamente.

Consideremos, por ejemplo, el papel de los acreedores comerciales, al que ya hemos hecho alusión arriba. Una empresa en situación de *distress* suele tener acreedores comerciales en una situación de mayor dispersión y menor riesgo individual que las entidades financieras. En consecuencia, estos acreedores comerciales pueden tener un mayor potencial para recurrir a un procedimiento judicial y hacer inviable (o dificultar enormemente) un proceso de reestructuración. En estos casos, el poder negociador de estos acreedores comerciales es mayor que el de los acreedores financieros. Y los planes de viabilidad acordados con las entidades financieras deben tener en cuenta esta realidad: el flujo de caja libre debe incluir los eventuales pagos a estos acreedores.

5.1. Los elementos de un proceso de reestructuración financiera

Un proceso de reestructuración financiera en una empresa incluye acciones internas y acciones externas. Analicemos con detalle las primeras.

Acciones internas

Las acciones internas pueden resumirse en los siguientes puntos:

1. Identificación del problema de liquidez: por qué, cuánto y cuándo
2. Preparación del plan financiero interno:
 - Plan tesorería a corto
 - Plan rentabilidad a medio y largo
3. Estrategia de negociación con el pool de bancos: qué ofrecemos, a quién, en qué condiciones
4. Propuesta preliminar al pool de bancos

Las acciones externas de un proceso de reestructuración financiera van encaminadas a lograr los acuerdos entre las partes, identificando negociadores y posibles árbitros dirimientes, nombrando expertos en los necesarios temas técnicos y legales, y acordando mecanismos de seguimiento para controlar el cumplimiento de los acuerdos.

Como estas acciones externas se llevan a cabo con los bancos, conviene distinguir entre acciones externas con la parte comercial y acciones externas con la parte técnica de los bancos.

Acciones externas iniciales con parte comercial

La reestructuración formalmente empieza cuando se realiza la presentación de la propuesta de reestructuración a los bancos integrantes del pool bancario. En una primera reunión se plantea la situación financiera de la sociedad, así como las propuestas de solución junto con las nuevas necesidades de financiación. Esta primera reunión es importante ya que se va a plantear una situación altamente estresante para las entidades y se debe dar la seguridad de que se ha analizado exhaustivamente el problema y se está planteando una solución que hace viable a la compañía.

Posteriormente tendrán lugar distintas reuniones preliminares con las oficinas comerciales de los bancos del pool, ya que son éstas las que transmiten estas primeras informaciones a sus y direcciones territoriales y departamentos de riesgos. En estas reuniones con las oficinas comerciales se deberá definir qué entidad va a liderar el proceso de reestructuración. Normalmente, la entidad del pool que posee un mayor porcentaje de riesgo CIRBE y que posea un departamento de reestructuraciones será la que actúe como banco agente.

Una vez definida la propuesta provisional y mejorada con las aportaciones de todas las entidades, se podrá elaborar una propuesta definitiva que va a ser la que se eleve a los distintos departamentos de riesgos.

Con la propuesta definitiva de la operación, entrará en funcionamiento el proceso técnico de evaluación de la misma. El banco agente deberá iniciar el proceso con la propuesta de contratación de la asesoría económica y jurídica que asesorará al pool de bancos. El primer trabajo que se realizará es la revisión independiente del Plan de Negocio por parte de la auditoría externa. Es el IBR (independent business review).

Las distintas entidades del pool no empezarán a realizar ninguna acción hasta obtener el resultado del IBR en sentido favorable. La consultora revisará las hipótesis que se plantean en el plan financiero para verificar su razonabilidad, y establecerá los ajustes y sensibilidades que presentan las hipótesis sobre las que se han construido el plan de negocio de la reestructuración. Las predictibilidad de las ventas, la existencia de una cartera de pedidos futuros, la razonabilidad de los plazos de cobro y pago y las hipótesis sobre la evolución de las distintas variables.

Este informe favorable del IBR puede adquirir una especial relevancia cuando la operación de reestructuración incluye reconversión de deuda en capital. El valor de esta nueva aportación de capital es un elemento clave para evitar pérdidas de rentabilidad indeseadas en los antiguos y/o nuevos accionistas.

Acciones externas con parte técnica de los bancos

1. Negociaciones bilaterales con miembros del pool:

La participación en el préstamo final de cada uno de los miembros del pool es uno de los aspectos más importantes de la negociación que se lleva a cabo durante el proceso de reestructuración. Los integrantes con una participación significativa dentro del pool intentarán que participen de la reestructuración todos los integrantes del mismo. En efecto, si hubiera bancos o cajas que no desearan estar en la estructura resultante eso obligaría al resto de integrantes del pool a incrementar su riesgo dentro de la compañía. El objetivo principal de los principales acreedores es que el riesgo se mantenga en los mismos niveles que represente la cuota CIRBE en el momento de la reestructuración.

Las negociaciones con cada uno de los integrantes se centran en un primer lugar en este punto, conseguir que todos los miembros del pool estén de acuerdo con la reestructuración. En el caso de que alguna entidad se muestre reacia a participar en la reestructuración, la negociación con los miembros del pool pasará a ser en lo relativo al porcentaje que deberán asumir del riesgo que no se está afectando.

Establecido el número de participantes, el proceso de reestructuración avanza con negociaciones bilaterales que se centran en los aspectos económicos y jurídicos más específicos que las distintas entidades tratan de imponer en la estructura resultante, y en los contratos en los que se formalizan los posibles acuerdos: contrapartidas individuales, *covenants*, cláusulas especiales en contratos, etc.

2. Coordinación con banco agente:

Este punto es especialmente importante para el éxito o el fracaso final del proceso de reestructuración. El banco agente deberá dirigir todo el proceso, y liderar las negociaciones y las relaciones con los asesores económicos y jurídicos del pool. Así mismo, deberá realizar una labor diligente con el fin de agilizar el cierre de la operación, ya que el estado financiero de las sociedades en proceso de reestructuración normalmente se deteriora con el paso de unos pocos meses, por lo que una pronta solución del mismo facilita en gran medida la viabilidad de la operación, y la de la propia empresa.

La compañía debe mantener una relación fluida con el banco agente, ya que todos los hitos que se producen durante el proceso son consecuencia de las acciones que se producen por iniciativa del Banco Agente. En un entorno de crisis como el actual, en el que un gran número de empresas

están en procesos de reestructuración, los departamentos de reestructuraciones de las entidades financieras suelen estar saturados de trabajo, lo que hace especialmente difícil el seguimiento de las operaciones en plazos razonables. Posibles retrasos en la ejecución de las acciones necesarias pueden poner en peligro el proceso de reestructuración.

3. Data room sobre documentación jurídica y contable anexa:

La compañía inmersa en el proceso de reestructuración de su pasivo debe preparar toda la documentación que será necesaria durante el proceso. A modo de ejemplo se pueden citar los siguientes documentos:

1. Títulos propiedad
2. Escrituras y apoderamientos
3. Contratos de diversos tipos
4. Planes Financieros y de negocio
5. Contabilidad, registro de facturas recibidas y emitidas

La disponibilidad previa de toda esta documentación facilita el proceso de evaluación que la consultora externa realiza del plan financiero. No es necesario resaltar que una mayor agilidad en la obtención del informe final del IBR redundará en una mayor facilidad para la terminación con éxito de la reestructuración.

Posteriormente, en la fase de elaboración de los contratos jurídicos, la disponibilidad de la información en el data room agilizará asimismo la conclusión de esa fase.

4. Identificación de garantías generales y particulares:

La estructura resultante del proceso deberá estar garantizada por un número suficiente de activos que garanticen que el Loan to Value (LTV) del préstamo está dentro de los parámetros aceptados por las entidades financieras.

Es decir, para el buen fin de una reestructuración un elemento esencial es la capacidad de la compañía para obtener suficientes garantías que se puedan aportar al proceso. Estamos hablando de garantías como el número, valor y la fiabilidad de los activos que posee la empresa; su capacidad para aportar garantías hipotecarias; el potencial de cesión de derechos que sean valorables por las entidades financieras, así como los avales y garantías aportadas por los propios socios, en el caso de que la sociedad no tuviera la suficiente capacidad para aportar las garantías.

5. Revisión jurídica de contratos y cláusulas:

El punto previo al cierre y firma de las negociaciones del proceso de reestructuración tiene que ver con la revisión jurídica de los contratos que se redactan. Tanto el pool de entidades como la propia compañía poseen asesores jurídicos que estarán llevando el peso de las negociaciones en este punto. El resultado final de las negociaciones bilaterales y multilaterales se plasmará en este documento, por lo que la seguridad de que el mismo incluye todos los acuerdos alcanzados es de vital importancia.

En ocasiones, incluso después de haber alcanzado acuerdos con el banco agente y con el resto de participantes en el proceso de reestructuración, se pueden producir nuevos problemas en el momento de plasmar esos acuerdos en los correspondientes contratos, tanto en los términos jurídicos utilizados como en cláusulas que cada una de las entidades pueden desear introducir. Si se emplea el criterio de *pari passu*, en el que todas las entidades tienen que tener las mismas garantías y los mismos derechos, el documento final debe reflejar todas las cláusulas que exigen los departamentos jurídicos de las entidades participantes, pero ninguna de ellas puede mejorar ni empeorar la posición de las partes dentro del crédito sindicado.

6. Negociación final y firma:

Todas las negociaciones, acuerdos y contratos que se han producido durante el proceso de reestructuración conducen a la firma del crédito sindicado. No siempre este momento está libre de incidencias y se limita a la firma ante notario de los documentos y contratos aportados. En el último momento pueden aparecer diferencias que no siempre son salvables y que pueden producir aplazamientos de la firma hasta que los problemas se hayan resuelto, e incluso acabar en una denegación final.

7. Seguimiento y control:

A partir de la firma del crédito sindicado el Banco Agente retiene las funciones de seguimiento y control del cumplimiento de los *covenants* y acuerdos alcanzados.

Posteriormente a la firma, se deberá producir la escrituración e inscripción de las garantías hipotecarias que se hayan aportado al crédito. Este puede ser un proceso complicado si alguno de los activos tiene problemas de algún tipo. La disposición de los préstamos estarán normalmente supeditados al cumplimiento de esta obligación, ya que de no tener inscritas las hipotecas el pool no tendría garantizados sus riesgos en la compañía.

Entre los acuerdos a los que se haya llegado, y que quedan registrados en los contratos firmados, suelen estar los que se refieren a las obligaciones

de destino de los fondos generados en exceso sobre las amortizaciones pactadas, al ratio de apalancamiento máximo, y al seguimiento del cumplimiento del plan financiero que se ha incorporado a los contratos. Todos estos puntos deben ser revisados por el banco agente para el seguimiento periódico del préstamo sindicado.

6. Conclusiones

De lo expuesto se desprenden diversas conclusiones:

- Cuando una empresa aborda un proceso de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda, lo que normalmente es incompleto. En la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo también una reestructuración de los activos.
- Resulta muy conveniente distinguir entre los aspectos operativos y los aspectos financieros que existen en cualquier actividad empresarial. Los primeros incluyen todas las políticas operativas – a corto, medio y largo plazo– que se resumen en los flujos de caja libre (FCL), mientras que los aspectos financieros se refieren a las políticas asociadas a una correcta gestión de los pasivos netos: estructura de capital y políticas de endeudamiento y apropiada remuneración al capital.
- Esta separación entre aspectos operativos y financieros es un enfoque que tiene muchas ventajas a la hora de analizar una empresa no financiera bajo la perspectiva del valor económico. Adicionalmente, permite una primera clasificación general de los diversos riesgos existentes, separando el riesgo operativo (conjunto de riesgos relacionados con los aspectos operativos) del riesgo financiero (los asociados a los aspectos financieros).
- Una empresa necesita afrontar una reestructuración financiera cuando se encuentra en una situación de imposibilidad de incumplimiento del plan de pagos de la deuda. Es decir, cuando los FCL son inferiores a los pagos de la deuda (principal e intereses).
- Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a corto plazo y conseguir unos flujos de caja libre (FCL) que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. Con base en estos FCL después de la reestructuración, se diseña la reestructuración financiera y se determina si el valor de la empresa después de la reestructuración es mayor que el valor de liquidación ahora.

- Una reestructuración operativa debe abarcar, o al menos tener en cuenta, todos los aspectos operativos a corto, medio y largo plazo. Se trata de generar más flujo de caja sostenible no sólo a través de la Cuenta de Explotación, sino también de una mejor gestión de los Activos Netos (Circulantes y Fijos).
- La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes.
- Un proceso de reestructuración de deuda es un proceso de negociación. Como en toda negociación conviene entender los intereses de las partes implicadas, sus potenciales conflictos, los puntos fuertes y débiles de los concurrentes, su poder negociador, etc.
- Un proceso de reestructuración financiera en una empresa incluye acciones internas y acciones externas. Las acciones externas de un proceso de reestructuración financiera van encaminadas a lograr los acuerdos entre las partes, identificando negociadores y posibles árbitros dirimientes, nombrando expertos en los necesarios temas técnicos y legales, y acordando mecanismos de seguimiento para controlar el cumplimiento de los acuerdos.

Referencias bibliográficas

- ALTMAN, E.I. (2005) «Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy. 3rd Edition. John Wiley & Sons.
- BREALEY, MYERS AND ALLEN. (2011) «Principles of Corporate Finance». McGraw-Hill Irwin. 10th Edition. Pages 852-873.
- ECKBO, B.E. AND THORBURN, K.S. (2007) «Corporate Restructuring: Breakups and LBOs» Handbook of Empirical Corporate Finance. Chapter 16.
- HIGGINS, R.C. «ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT» (2012). McGraw-Hill International. 10th Edition. Pages 350-373.
- LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2008) «Financial Restructuring at Jazztel: What's Next?». The Journal of Financial Education. Vol 34, Fall Pags. 137-157.
- LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2012) «Restructuring Debt: The Practical Lesson». Forbes India. March.